

LE PER : SON APPLICATION A LA FINANCE D'ENTREPRISE

PER ET TAUX DE RENTABILITE EXIGE

- L'inverse du PER n'est égal au taux de rentabilité exigé que dans le cas très rare où la croissance des bénéfices futurs (g) est nulle, l'entreprise ayant un taux de distribution (d) de 100 %. C'est le cas de la « rente perpétuelle ».

$$V = \frac{DPA}{t} = \frac{BPA}{t}$$

$$PER = \frac{V}{BPA} = \frac{1}{t}$$

- Pour une société en décroissance, l'inverse du PER surévalue le taux de rentabilité exigé.

$$V = \frac{d \times BPA}{t-g}$$

$$PER = \frac{V}{BPA} = \frac{d}{t-g}$$

avec $0 < d < 1$ et $g < 0$

$$\frac{1}{PER} = \frac{t-g}{d} \quad \text{qui est supérieur à } t \text{ (puisque } d < 1 \text{ et } g < 0)$$

- **Pour une société en croissance, l'inverse du PER sous évalue le taux de rentabilité exigé.**

PER ET TAUX DE RENTABILITE COMPTABLE POUR L'INVESTISSEUR

En définitive, l'inverse du PER ne correspond qu'à la rentabilité comptable immédiate pour le nouvel actionnaire qui a acheté l'action pour V et à qui revient le BPA :

$$\text{Taux de rentabilité immédiate} = \frac{\text{BPA}}{V} = \frac{1}{\text{PER}}$$

- très faible, c'est que l'actionnaire attend une forte croissance du BPA afin d'obtenir un taux de rentabilité sur son investissement qui correspond au taux de rentabilité qu'il exige ;
- très forte, c'est que cette rentabilité immédiate est éphémère et que l'actionnaire s'attend à une décroissance du BPA pour ramener, sur la durée, la rentabilité comptable à des niveaux plus en rapport avec son exigence de rentabilité ;
- normale et correspondant au taux de rentabilité exigé, c'est que la croissance future du BPA devrait être nulle (« la rente perpétuelle »).

INTERET D'UN PER ELEVE

- Comme la confiance, un PER élevé ne se décrète pas, il se mérite.
- Un PER élevé facilite les augmentations de capital.

* en réduisant la dilution du contrôle des actionnaires actuels.

Augmentation de capital de 500

	Société A	Société B
% de la famille avant	60 %	60 %
Bénéfice net	100	100
PER	10 -33 %	30 -14 %
Valeur avant	1 000	3 000
% de la famille après	40 %	51 %

* en limitant la dilution du BPA.

Augmentation de capital de 500, fonds placés à 4 % après impôt en attendant des investissements industriels.

	Société A	Société B
Bénéfice net avant	100	100
Bénéfice net après	120	120
Nombre d'actions avant	10	10
Nombre d'actions après	15	11,7
BPA avant	10	10
BPA après	8	10,3

} -20 %
} +3 %

Quand $\frac{1}{\text{PER}} > \text{taux d'intérêt après IS}$	D	dilution du BPA
Quand $\frac{1}{\text{PER}} < \text{taux d'intérêt après IS}$	D	relution du BPA

- A l'inverse, une réduction de capital n'est pas intéressante quand les PER sont élevés (« on ne peut pas avoir le beurre et l'argent du beurre ! ») :

Quand $\frac{1}{\text{PER}} > \text{taux d'intérêt après IS}$	D	relution du BPA
Quand $\frac{1}{\text{PER}} < \text{taux d'intérêt après IS}$	D	dilution du BPA

C'est l'inverse de la règle précédente et c'est normal car la réduction de capital est l'inverse d'une augmentation de capital.

- **Un PER élevé facilite les opérations de croissance externe payées en actions:**

--

Il n'y a pas de dilution du BPA tant que le PER auquel la cible est achetée est inférieur au PER de l'acheteur.

	Société C	Société D	C après avoir absorbé D
Bénéfice net	100	100	200
PER	40	10	25
Valeur	4 000	1 000	5 000
Nombre d'actions	100	100	125 ⁽¹⁾
BPA	1	1	1,6 ⁽²⁾
			↑
			+ 60 %

(1) D vaut 25% de C.C va donc émettre 25% d'actions supplémentaires pour rémunérer les actionnaires de D, soit 25 actions, d'où un total de 125. (2) $(100+100)/125=1,6$

	Société C	Société E	C après avoir absorbé E
Bénéfice net	100	100	200
PER	40	50	45
Valeur	4 000	5 000	9 000
Nombre d'actions	100	100	225
BPA	1	1	0,89
			↑
			- 11 %

LES PIEGES DU BPA ET DONC DU PER

Lorsque A fait une augmentation de capital, le BPA régresse de 20 %, y-a-t-il destruction de valeur ?

Lorsque B fait une augmentation de capital, le BPA progresse de 3 %, y-a-t-il création de valeur ?

Lorsque C absorbe D, le BPA progresse de 167 %, y-a-t-il création de valeur ?

Lorsque C absorbe E, le BPA régresse de 11 %, y-a-t-il destruction de valeur ?

**Attention ce n'est pas parcequ'une opération (fusion, achat, augmentation ou réduction de capital) va entraîner une croissance du BPA, qu'il y a création de valeur.
En revanche, une création de valeur s'accompagnera d'une progression du BPA.**

- Le BPA se manipule :
 - modification des principes comptables (raisonner en BPA redressé) ;
 - recours à l'endettement qui le fait croître plus vite (raisonner en PER économique).

- On oublie le risque qui peut être différent entre avant et après une opération.

Ainsi, actuellement avec des taux d'intérêt de 2,5 % après IS, toute acquisition financée par endettement et effectuée sur la base d'un PER inférieur à 40 (1/2,5 %) se traduit par une progression du BPA.

Ce qui compte n'est pas la croissance du BPA mais le taux de rentabilité obtenu sur l'opération comparé au taux de rentabilité exigé.

Cependant, tout le monde n'a pas encore intégré ce raisonnement et beaucoup font de l'évolution du BPA le juge de paix de toute politique financière et assimilent progression du BPA et création de valeur. Ils se trompent, mais ils sont nombreux à faire cette erreur, d'où l'intérêt d'avoir un PER élevé qui rend la vie plus facile